INITIAL BOND OFFER

Un outil de financement efficace pour les PME et valeurs moyennes

» L'IBO ouvre à des PME l'accès au marché obligataire pour des émissions d'une taille minimum de 5 millions d'euros, les investisseurs particuliers pouvant y souscrire

» Cette offre nouvelle mise au point par Nyse-Euronext permet à ces derniers d'investir dans les mêmes conditions que s'il s'agissait d'une action lors d'une entrée en Bourse

Une société cotée, la première sur le marché Euronext, a procédé, le 4 décembre 2012, à une émission obligataire de 11,7 millions d'euros souscrite à hauteur de 4,1 millions d'euros par les particuliers dans le cadre de l'*initial bond offer* (IBO) mise en place par Nyse-Euronext au cours de l'été 2012. Le taux d'intérêt fixe annuel brut (hors frais, commissions et fiscalité) est de 7 % payé semestriellement pendant cinq ans, le capital étant remboursé *in fine* avec une option de remboursement anticipé à compter d'une période de trois ans après l'émission.

Un effort de gestion énergique a permis à cette entreprise de ramener en quatre ans son ratio d'endettement net de 120 % à zéro (voire légèrement négatif) au dernier exercice clos, ce qui a contribué à l'obtention d'une note BBB et d'un taux de 7 %, inférieur à celui de l'émission précédente de juillet 2012 qui avait permis à un émetteur coté sur Alternext (qui n'avait pas demandé de notation (1) à un moment auquel cela était encore possible) de lever 9,8 millions d'euros à un taux de 8 % sur une durée de six ans remboursables *in fine*.



LOUIS-VICTOR D'HERBÈS, membre de la commission « Evaluation et transmission des entreprises » de la CCEF, président du cabinet Industrie, Bourse, International – IBI

L'IBO est un outil nouveau en ce qu'il permet à des PME d'accéder au marché obligataire pour des émissions d'une taille minimum de 5 millions d'euros, et à des investisseurs particuliers d'accéder à ces émissions, les ordres des particuliers étant centralisés par Nyse-Euronext selon le même processus qu'une introduction en Bourse (*initial public offer* - IPO).

Que pouvons-nous constater après les premiers mois de mise en place de ce processus au cours desquels ont été réalisées ces deux opérations ?

DEUX OPÉRATIONS

Premières données pour la société cotée sur Alternext… Entre le 13 juillet 2012 et le 14 février 2013, la société cotée sur Alternext a enregistré (2) des cotations 107 jours sur les 206 jours de Bourse de la période, pendant lesquels ont été passés 340 ordres pour un montant moyen de 12.224 euros de capitaux échangés par jour coté (1,3 million d'euros échangés sur la période). En même temps, le cours de l'obligation, de 100 euros le 13 juillet, a progressé pour atteindre 106,45 euros le 14 février 2013. L'équivalent de 13,2 % du montant de l'émission a été échangé en sept mois avec un total de 12.265 obligations à un prix unitaire moyen de 105,61 euros.

Ces premières données montrent que :
- le nombre de titres échangés est modéré (13,3 % de l'émission en sept mois) alors que les investisseurs particuliers ont représenté 79 % des souscriptions ;
- les investisseurs bénéficient d'une cotation régulière et en progression qui contribue à la liquidité progressive de leur investissement. En répartissant les capitaux échangés en deux périodes totalisant le même nombre de jours de cotation, la seconde période totalisait 52,8 % des échanges.

Enfin, le 15 janvier 2013, six mois après l'émission, la société cotée sur Alternext annonçait un niveau d'activité record pour son année 2012. Le 19 juin 2012, date du lancement de l'émission, l'action cotait 1,62 euro, à comparer à 1,69 euro le 14 février 2013 avec un plus haut de 1,99 euro et un plus bas de 1,52 euro dans l'intervalle.

… et celle cotée sur Euronext. Entre le 5 décembre 2012 et le 18 février 2013, la société cotée sur Euronext a enregistré des cotations 24 jours sur les 51 jours de Bourse de la période, pendant lesquels ont été passés 99 ordres pour un montant moyen de 9.023 euros de capitaux échangés par jour coté. En même temps, le cours de l'obligation, de 100 euros le 5 décembre 2012, a progressé pour atteindre 106 euros le 18 février 2013. L'équivalent de 1,9 % du montant de l'émission a été échangé en deux mois et demi avec un total de 2.061 obligations à un prix unitaire moyen de 105,07 euros.

Ces données montrent que :
- Le nombre de titres échangés reste modéré (1,9 % de l'émission en 2,5 mois) alors que les investisseurs particuliers ont souscrit 35 % de l'émission.
- Les investisseurs bénéficient d'une cotation régulière et en progression qui contribue à la liquidité progressive de leur investissement. En répartissant les capitaux échangés en deux périodes totalisant le même nombre de jours de cotation, la seconde période totalisait 50,8 % des échanges, proportion moindre que celle constatée lors de l'opération précédente, mais sur une période trois fois plus courte.

Enfin, le 5 décembre 2012, immédiatement après l'émission, la société cotée sur Euronext annonçait une progression de 24 % du résultat opérationnel semestriel et annonçait à mi-février une progression du chiffre d'affaires à 9 mois de 17,5 %. Le 12 novembre 2012, date du lancement de l'émission, l'action cotait 1,22 euro, à comparer à 1,56 euro le 14 février 2013, à son plus haut, et un plus bas de 1,20 euro dans l'intervalle.

Comportements de marchés. Nous pouvons ainsi constater que :
- Les investisseurs gardent, ou cèdent peu, les titres souscrits.
- Les investisseurs ont, jusqu'à mi-février 2013 et sans que cela ne préjuge de l'avenir, pu céder des titres en dégageant une plus-value dont le rendement actuariel est très supérieur à celui du taux fixe servi par les obligations.
- Les obligations ont une cotation officielle et enregistrent des échanges un jour sur deux. Une liquidité se construit avec des échanges progressivement plus élevés.
- La valeur de l'action bénéficie de la rentabilité attendue des projets financés par les obligations, de sorte que la capitalisation boursière n'est pas affectée par l'émission obligataire.
- C'est le marché Alternext, créé en 2005 pour financer les PME et valeurs moyennes, par sa souplesse d'utilisation, qui a été choisi pour coter les deux émissions.
- Les deux émetteurs communiquent régulièrement auprès des investisseurs et présentent des performances opérationnelles d'excellent niveau.

BÉNÉFICES POUR L'ENTREPRISE

Ceci étant posé, nous pouvons dire qu'une entreprise réalisant une IBO retire plusieurs bénéfices :

Pas de dilution du capital, l'entreprise cotée sur Alternext ayant pu émettre un montant de 9,8 millions d'euros le 12 juillet 2012, pour une capitalisation boursière d'environ 55 millions d'euros. L'entreprise cotée sur Euronext a pu émettre un montant de 11,7 millions d'euros en obligations le 28 novembre 2012 alors que sa capitalisation boursière s'élevait à 15,5 millions d'euros pendant l'émission. Pour obtenir ce même montant en capitaux propres, il aurait fallu que l'actionnaire ancien accepte une réduction de sa participation de 43 % !

Si cet émetteur n'avait pas été coté, une telle émission aurait été également possible sans extériorisation de valorisation puisque les obligations émises n'offrent pas d'accès au capital (3).

Pas de covenants (4) à respecter. Cette absence de *covenants* ne dispense pas pour autant de calibrer le montant d'une émission obligataire en tenant compte de :
- la couverture des frais financiers par L'Ebit (résultat d'exploitation) ;
- la capacité de remboursement du capital en nombre d'années de *cash-flows* ;
- La capacité d'endettement (*gearing* le plus souvent inférieur à 1).

Pas de garanties spécifiques à consentir. Le rang de créance des obligations est chirographaire, c'est-à-dire sans priorité de remboursement. L'absence de garanties trouve une contrepartie dans la fixation du taux : un taux plus favorable peut être obtenu si l'émetteur consent une garantie réelle.

Remboursement in fine, c'est-à-dire en fin de période, cet avantage devant être tempéré par la nécessité absolue de prévoir dès la troisième année un échéancier de remboursement pour être en mesure de faire face au remboursement du capital en fin d'année 5, ce qui suppose un réel de prévision et de visibilité quant à la rentabilité des investissements financés par l'émission obligataire. Pour autant, s'il est bien géré, le remboursement *in fine* constitue un avantage considérable si les investissements portent leurs fruits au terme de cinq ans.

Pas d'exposition de la valeur de l'entreprise aux fluctuations de marché, que l'entreprise soit cotée ou non. L'entreprise peut même racheter ses propres obligations au terme de quelques années dans le cadre de la gestion de sa dette, si elle juge ce rachat attractif.

Maturité plus longue. Le financement obligataire permet de disposer d'une ressource comprise entre cinq à parfois plus de dix ans, selon la solidité de l'émetteur. Cette ressource reconstitue la capacité d'endettement à court terme.

Un taux attractif pour l'émetteur au regard de la maturité de la ressource, actuellement de 7 % pour une valeur moyenne cotée avec une notation *investment grade* - BBB, ou moins de 5 % après IS. Le taux de 7 %, voire 8 %, est aussi attractif pour l'investisseur compte tenu de la faiblesse très anormale des taux proposés pour rémunérer l'épargne.

A ce taux doit être ajouté le coût d'accès au capital, ou coût de l'émission, amorti sur la durée de celle-ci, et qu'il revient à un conseil vigilant de porter à un niveau aussi compétitif que possible pour que l'opération soit économiquement viable.

Il appartient aux opérateurs boursiers et aux conseils d'encourager les entreprises à libérer leur potentiel en Bourse, dans un cadre où l'épargnant est respecté, informé, rémunéré et ainsi encouragé à exercer sa liberté d'investir

Un processus structurant pour l'entreprise, tenue de faire le point en préparant une documentation rigoureuse visée par l'Autorité des marchés financiers, même si les actions de l'entreprise ne sont pas cotées.

La notation de l'émetteur par une agence, obligatoire dans le cadre d'une IBO, est aussi l'occasion pour l'émetteur de procéder à l'inventaire de ses forces et faiblesses à l'aide d'un modèle de notation clair, cohérent dans le temps, adaptable en fonction des métiers et appréhendant les dimensions qualitatives et quantitatives des entreprises. La notation est elle aussi structurante et peut même constituer la première étape du processus d'amélioration continue d'une performance financière indispensable à l'entreprise pour fidéliser les investisseurs, lever des capitaux supplémentaires, et rester pérenne. « *Ce qui se mesure s'améliore.* »

Un accès à une épargne diversifiée, vivante, composée d'investisseurs individuels et d'investisseurs institutionnels. Ces derniers ont toujours accès aux opportunités offertes par les entreprises cotées et non cotées, ce qui est plus difficile pour un investisseur individuel non équipé pour détecter, analyser, négocier et suivre un investissement.

La « beauté » de l'offre mise au point par Nyse-Euronext est que les investisseurs individuels peuvent souscrire une obligation d'entreprise cotée ou non cotée dans les mêmes conditions que s'il s'agissait d'une action lors d'une entrée en Bourse. Ainsi, les particuliers qui ont un compte titres à leur banque ou chez un courtier en ligne peuvent souscrire en direct, il leur suffit de passer un ordre *via* internet ou *via* un bulletin de souscription papier par la Poste auprès de leur banque, ou auprès de leur courtier en ligne qui remonte les ordres ainsi recueillis chez Nyse-Euronext pour centralisation.

Centraliser signifie recueillir au même endroit et compter les montants souscrits. Cela n'est possible à Euronext que dans la partie de la souscription ouverte au public dite « offre au public ».

L'autre partie de la souscription est le placement à destination des investisseurs institutionnels centralisé par le prestataire en services d'investissement teneur du livre des ordres qu'il aura recueillis.

Un suivi permanent de l'opération. L'émetteur d'obligations cotées peut, s'il le souhaite, mettre en place un contrat de liquidité avec un prestataire en services d'investissement afin de faciliter les échanges d'obligations. Ce contrat n'est nullement obligatoire si un nombre suffisant d'échanges s'opère naturellement, c'est-à-dire sans fluctuation excessive de cours, mais est souhaitable dans le cas contraire par égard pour l'investisseur, afin d'atténuer d'éventuelles anomalies temporaires de marché et de lui permettre d'évaluer ou de rendre son bien liquide à l'appui d'une cotation juste.

La Bourse tient avec l'IBO sa vocation fondamentale d'outil de financement, en mettant en contact les investisseurs avec les émetteurs d'actions ou d'obligations.

L'intensité des échanges est mesurée par une cotation sur un marché accessible à tout épargnant qui désire exercer sa liberté d'investir.

La liberté se construit par l'apprentissage et s'exerce par l'information. Il appartient aux opérateurs boursiers et aux conseils d'encourager les entreprises à libérer leur potentiel en Bourse, dans un cadre où l'épargnant est respecté, informé, rémunéré et ainsi encouragé à exercer sa liberté d'investir. ⓐ

(1) Dans le cadre d'une Offre au Public Obligatoire, pour les sociétés répondant à la définition européenne d'une PME et présentant, d'après leurs derniers comptes annuels ou consolidés, au moins deux des caractéristiques suivantes :
nombre moyen de salariés < 250 sur l'ensemble de l'exercice,
total de bilan < 43 millions d'euros
ou chiffre d'affaires net annuel < 50 millions d'euros.
Source : Nyse-Euronext.

(2) Source : Nyse-Euronext.

(3) L'obligation a un terme fini, celui de l'action est indéfini.
Le revenu d'une obligation se compose d'un coupon le plus souvent fixe, quel que soit le résultat de l'entreprise, ou déterminé par une formule de calcul, celui d'une action est constitué d'un dividende si les résultats le permettent, approuvé souverainement par les actionnaires.
Une action se comptabilise en fonds propres, une obligation en dette financière.
Une obligation peut être simple, sans accès au capital, ou offrir un accès au capital par une option de conversion ou de remboursement en action. En symétrie avec la dette mezzanine qui inclut un accès au capital. C'est la convergence des financements.

(4) Covenants : clauses insérées dans les contrats de prêt qui réduisent la marge de manœuvre des actionnaires qui ne peuvent procéder à certaines opérations (relatives le plus souvent à la politique d'investissement, la politique de dividende, le niveau d'endettement net et le remboursement anticipé) sans avoir reçu préalablement l'accord des créanciers. A défaut, les prêts deviennent immédiatement exigibles.
Source : Vernimmen 2013.